

中国联通 (600050.SH)

纽交所重启摘牌，短期扰动不改基本面向好

事件：据1月7日公司公告，联通红筹公司收到纽约证交所的进一步通知，纽约证交所再次推翻其先前的决定，亦即纽约证交所监管部门已经决定重新启动联通红筹美国存托证券的下市程序，以遵守行政命令。

该最新决定乃基于美国财政部外国资产控制办公室向纽约证交所提供的以下新的具体指引而作出：根据行政命令第1(a)(i)条，自2021年1月11日上午9:30（美国东部标准时间）开始，美国人士不得进行行政命令中所规定的若干交易，包括对联通红筹美国存托证券的交易。

本次重启摘牌影响有限，情绪和资金层面的短期冲击已逐步消化，无碍基本面向好趋势。根据证监会1月3日声明，三大运营商ADR合计市值不到200亿人民币，在三家公司总股本中的占比最大只占2.2%，其中中国电信只有约8亿人民币，中国联通只有约12亿人民币。流动性不足，交易量很小，融资功能缺失，即便摘牌，对公司发展和市场运行的直接影响相当有限。我们认为，本次影响有限，短期情绪和资金的冲击已逐步消化，考虑到当前运营商处于历史估值低位，且基本面触底回暖趋势确立，投资价值突显。

2C业务：5G渗透率提升带动ARPU值触底反弹，业绩拐点已临。2C业务是运营商目前核心收入来源，移动和家宽业务的收入占到其总体营收的80%以上，主要商业模式可以概括为：收入=ARPU值*用户数。历史上，ARPU上行周期中，运营商的业绩和股价也通常有较好表现。从三大运营商20Q1-20Q3财报来看，如我们之前深度报告中的推论，业绩拐点已然出现，参考历史和测算结果，ARPU值有望维持2-3年的上行。

2B业务：5G技术带来更多可能，打开长期成长空间，静待新商业模式孵化。以联通为例，公司已在工业互联网、智慧城市、医疗健康、交通物流、新媒体、能源、矿山等领域打造多个5G灯塔项目，成功实现了5G商业化落地；加快孵化行业产品：“集成+运营”类产品、“智能连接+流量”类产品、“开放平台+应用”类产品，创造新的利润增长点。同时，公司还可以与混改合作伙伴、行业龙头等公司深化业务层面合作，通过成立合资公司，强强联合，优势互补，融合创新发展。5G时代，2B业务有望为公司打开长期成长空间。

投资建议：我们预计公司2020-2022年归母净利润68/88/107亿元，对应2021年PE 15X，PB 0.9X。目前港股联通PB 0.39X，股息率TTM 3.22%，横向比较港股电信、移动及全球其他运营商，公司的股息率为全球中值水平。考虑到公司ROE反转有望，PB和PE均处历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：5G用户拓展不达预期，市场竞争加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	290,877	290,515	311,432	336,657	366,957
增长率 yoy (%)	5.8	-0.1	7.2	8.1	9.0
归母净利润(百万元)	4,081	4,982	6,804	8,839	10,747
增长率 yoy (%)	858.3	22.1	36.6	29.9	21.6
EPS最新摊薄(元/股)	0.13	0.16	0.22	0.28	0.35
净资产收益率(%)	2.9	3.5	4.6	5.6	6.5
P/E(倍)	33.4	27.3	20.0	15.4	12.7
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8

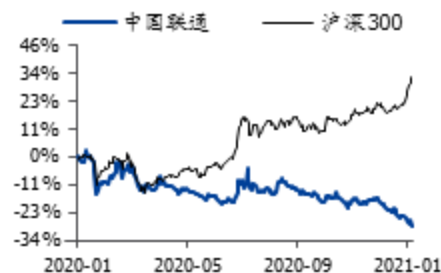
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	通信运营
前次评级	买入
最新收盘价	4.28
总市值(百万元)	132,746.75
总股本(百万股)	31,015.60
其中自由流通股(%)	98.46
30日日均成交量(百万股)	91.69

股价走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiaji@gszq.com

分析师 丁劲

执业证书编号：S0680520080006

邮箱：dingjing@gszq.com

相关研究

- 1、《中国联通(600050.SH)：中报业绩符合预期，盈利能力持续提升》2020-08-13
- 2、《中国联通(600050.SH)：移动主业企稳回升有望，政企业务实现规模突破》2020-03-25
- 3、《中国联通(600050.SH)：5G商用落地，运营商价值提升几何？》2019-11-03



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	75,925	83,604	85,737	93,466	126,117
现金	33,783	38,665	39,688	43,080	73,382
应收票据及应收账款	17,843	20,457	21,067	25,368	27,054
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	4,031	4,196	4,221	4,524	4,650
存货	2,388	2,359	2,597	2,523	2,813
其他流动资产	17,880	17,926	18,164	17,972	18,219
非流动资产	465,838	480,627	500,320	516,328	523,167
长期投资	39,724	41,216	45,614	50,352	54,727
固定资产	341,453	312,534	303,646	296,864	285,046
无形资产	26,347	26,424	26,146	25,027	23,068
其他非流动资产	58,315	100,452	124,914	144,086	160,325
资产总计	541,762	564,231	586,057	609,795	649,284
流动负债	213,794	206,813	211,704	216,590	234,679
短期借款	15,133	5,614	5,614	5,614	5,614
应付票据及应付账款	108,603	102,767	119,899	119,867	140,404
其他流动负债	90,059	98,432	86,190	91,109	88,661
非流动负债	11,028	33,922	37,349	38,776	39,203
长期借款	4,172	6,865	10,292	11,719	12,146
其他非流动负债	6,856	27,057	27,057	27,057	27,057
负债合计	224,822	240,735	249,053	255,366	273,882
少数股东权益	176,796	180,169	188,748	199,893	213,444
股本	31,028	31,034	31,034	31,034	31,034
资本公积	79,544	80,108	80,108	80,108	80,108
留存收益	34,864	37,625	47,220	59,685	74,842
归属母公司股东权益	140,144	143,327	148,257	154,536	161,957
负债和股东权益	541,762	564,231	586,057	609,795	649,284

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	94,830	96,208	86,839	87,471	115,701
净利润	9,301	11,264	15,383	19,984	24,299
折旧摊销	73,575	70,343	60,205	69,229	78,037
财务费用	-138	717	848	962	987
投资损失	-2,476	-2,175	-2,017	-2,217	-2,317
营运资金变动	2,677	-3,702	12,446	-452	14,741
其他经营现金流	11,890	19,760	-25	-35	-45
投资活动现金流	-61,167	-58,877	-77,855	-82,985	-82,513
资本支出	56,823	60,367	75,000	80,000	80,000
长期投资	-1,556	-68	-4,398	-2,537	-4,376
其他投资现金流	-5,900	1,422	-7,253	-5,522	-6,889
筹资活动现金流	-36,550	-32,469	-7,961	-1,095	-2,886
短期借款	-9,186	-9,519	0	0	0
长期借款	-17,282	2,693	3,427	1,427	427
普通股增加	794	6	0	0	0
资本公积增加	3,197	564	0	0	0
其他筹资现金流	-14,072	-26,213	-11,388	-2,522	-3,313
现金净增加额	-2,813	4,887	1,023	3,391	30,302

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	290,877	290,515	311,432	336,657	366,957
营业成本	213,586	214,133	230,459	245,760	266,778
营业税金及附加	1,389	1,236	1,325	1,433	1,562
营业费用	35,170	33,545	35,970	38,379	40,365
管理费用	22,925	22,977	23,000	23,223	25,200
研发费用	872	1,709	1,603	1,800	2,300
财务费用	-138	717	848	962	987
资产减值损失	255	-375	350	400	300
其他收益					
公允价值变动收益	25	96	25	35	45
投资净收益	2,476	2,175	2,017	2,217	2,317
资产处置收益					
营业利润	11,921	13,443	19,918	26,054	31,806
营业外收入	746	819	819	819	819
营业外支出	592	227	227	227	227
利润总额	12,075	14,035	20,510	26,646	32,398
所得税	2,775	2,771	5,128	6,661	8,100
净利润	9,301	11,264	15,383	19,984	24,299
少数股东损益	5,220	6,282	8,579	11,145	13,551
归属母公司净利润	4,081	4,982	6,804	8,839	10,747
EBITDA	85,829	84,011	80,163	95,337	109,423
EPS (元)	0.13	0.16	0.22	0.28	0.35

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	-0.1	7.2	8.1	9.0
营业利润(%)	687.8	12.8	48.2	30.8	22.1
归属于母公司净利润(%)	858.3	22.1	36.6	29.9	21.6
获利能力					
毛利率(%)	26.6	26.3	26.0	27.0	27.3
净利率(%)	1.4	1.7	2.2	2.6	2.9
ROE(%)	2.9	3.5	4.6	5.6	6.5
ROIC(%)	5.1	5.7	7.7	9.7	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	41.5	42.7	42.5	41.9	42.2
净负债比率(%)	1.0	-4.6	-6.3	-6.3	-13.6
流动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.53	0.54	0.56	0.58
应收账款周转率	16.0	15.2	15.0	14.5	14.0
应付账款周转率	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.16	0.22	0.28	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	2.00	2.83	2.80	2.82	3.73
每股净资产(最新摊薄)	4.52	4.62	4.78	4.98	5.22
估值比率					
P/E	33.4	27.3	20.0	15.4	12.7
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.8	3.9	4.1	3.6	3.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com